

PROCES-VERBAL\*  
DE LA CENT-QUARANTE-NEUVIEME SEANCE  
DU COMITE DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES  
DES ETATS MEMBRES DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE  
TENUE A BALE, LE MARDI 11 NOVEMBRE 1980 A 10 HEURES

---

Sont présents: le Gouverneur de la Danmarks Nationalbank et Président du Comité, M. Hoffmeyer, accompagné par MM. Mikkelsen et Dalgaard; le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, M. de Strycker, accompagné par M. Janson; le Président de la Deutsche Bundesbank, M. Pöhl, accompagné par MM. Gleske, Rieke et Kloft; le Gouverneur de la Banque de France, M. de la Genière, accompagné par MM. Théron et Lefort; le Gouverneur de la Central Bank of Ireland, M. Murray, accompagné par M. Breen; le Gouverneur de la Banca d'Italia, M. Ciampi, accompagné par MM. Sarcinelli et Magnifico; le Président de la Nederlandsche Bank, M. Zijlstra, accompagné par MM. Szász et de Boer; le Gouverneur de la Bank of England, M. Richardson, accompagné par MM. Loehnis et Balfour; le Directeur Général des Affaires économiques et financières à la Commission des Communautés européennes, M. Padoa-Schioppa, accompagné par MM. Boyer de la Giroday et Kees; le Commissaire au Contrôle des Banques du Grand-Duché de Luxembourg, M. Jaans. Le Gouverneur de la Banque de Grèce, M. Zolotas, accompagné par M. Chalikias, participe en tant qu'observateur. Assiste en outre M. Floc'h faisant fonction de Président du groupe d'experts. Le Secrétaire Général du Comité, M. Schleiminger, et son Adjoint, M. Bascoul, et MM. Scheller et Mortby sont aussi présents, ainsi que MM. Lamfalussy et Dagassan.

Le Président ouvre la séance en souhaitant la bienvenue au Gouverneur Zolotas et à son Suppléant, M. Chalikias, qui assistent comme observateurs pour la première fois à une séance du Comité, en vue de l'adhésion de la Grèce aux Communautés Européennes, à dater du 1er janvier 1981. M. Zolotas qui est Gouverneur de longue date de

---

\* Texte définitif approuvé lors de la séance du 9 décembre 1980 et ne présentant par rapport au projet que quelques modifications de caractère rédactionnel.

la Banque de Grèce est un personnage de premier plan dans le monde monétaire et financier international. Le Comité se réjouit de l'accueillir ainsi que M. Chalikias qui occupe les fonctions de Conseiller économique à la Banque de Grèce.

M. Zolotas remercie très cordialement le Président pour ses aimables paroles et tient à dire l'honneur qu'il éprouve à être admis dans le cercle des Gouverneurs de la CEE. Il assure ces derniers de son intention de faire de son mieux pour participer à la mise au point de solutions pour les problèmes difficiles qui se posent dans la Communauté et en particulier au sein du système monétaire européen.

M. Zolotas ajoute qu'en raison de son taux d'inflation élevé, la Grèce n'envisage pas d'entrer d'emblée dans le SME, mais qu'elle compte participer à ce système lorsque le rythme d'inflation aura été ramené à une moyenne plus acceptable par comparaison avec les autres Etats membres. Le taux d'inflation actuel très élevé est dû non seulement à l'enchérissement des produits pétroliers mais aussi à l'ampleur des dépenses publiques vis-à-vis desquelles la banque centrale est assez désarmée.

#### I. Approbation du procès-verbal de la 148e séance

Le procès-verbal de la 148e séance, tenue le 9 septembre 1980, est approuvé à l'unanimité par le Comité, sous réserve de quelques amendements de caractère rédactionnel qui seront incorporés dans le texte définitif.

M. Murray tient à remercier les Gouverneurs pour le message de sympathie qu'ils lui ont adressé lors de sa récente maladie; il a été très sensible à ce message et il remercie le Président de le lui avoir transmis.

#### II. Evolution des marchés des changes des pays participant à la concertation au cours des mois de septembre et d'octobre et des premiers jours de novembre 1980; Présentation du rapport destiné aux Ministres des Finances des pays de la CEE et adoption de ce rapport par le Comité; Examen du fonctionnement de la concertation intracommunautaire

M. Floc'h faisant fonction de Président du groupe d'experts résume et commente les points essentiels du rapport annexé au procès-verbal. Il souligne en particulier que durant la période sous revue les mécanismes

et les procédures du SME ont été mises en oeuvre - sous la forme notamment d'un large recours au financement à très court terme et de certains règlements au comptant en Ecus - et que, si la concertation entre les banques centrales n'a pas débouché sur une action commune à l'égard du dollar, elle a permis de mieux connaître les raisons des politiques d'intervention menées. Il attire, en outre, l'attention sur le fait que, même lorsqu'ils ont été en opposition, le deutsche mark et le franc français n'ont pas dépassé 70 à leur indicateur de divergence par suite de la distribution des monnaies dans la bande.

Le Président remercie M. Floc'h de son exposé et constate l'adoption par le Comité du rapport destiné aux Ministres des Finances de la CEE.

M. Lamfalussy fait l'exposé résumé ci-après qui comporte des remarques d'ordre général sur le niveau des taux d'intérêt et des commentaires sur des tableaux - distribués en séance aux membres du Comité - relatifs à la balance des paiements de l'Allemagne et de la France et aux positions compétitives de ces deux pays.

#### 1. Les taux d'intérêt

A l'heure actuelle, le niveau international des taux d'intérêt à court terme est devenu totalement indéterminé. C'est une situation assez étonnante et nouvelle par rapport aux expériences antérieures.

En effet, dans les années passées, certains pays de la CEE comme la Belgique, la France et les Pays-Bas menaient une politique de change et une politique de taux d'intérêt qui visaient dans une large mesure la stabilisation du cours de change de leur monnaie par rapport au deutsche mark. La politique monétaire, notamment de taux d'intérêt, de l'Allemagne étant alors anti-inflationniste, axée sur l'équilibre intérieur et sans préoccupations extérieures, il en résultait une situation d'ensemble cohérente.

Depuis environ un an et demi, plusieurs changements significatifs sont intervenus, en particulier le déficit important de la balance des paiements de l'Allemagne qui a amené ce pays à pratiquer une politique de taux d'intérêt qui doit tenir compte de considérations d'équilibre extérieur. Les contrepois à cette situation ne se trouvent ni dans la position de la France qui pourrait abaisser ses taux d'intérêt d'un point de vue extérieur, mais ne peut pas le faire sur le plan de l'équilibre intérieur, ni dans celle des Etats-Unis qui n'ont pas de problème

extérieur et n'ont pas de politique de taux d'intérêt même s'ils ont un problème d'inflation.

Ainsi, parmi ces trois grands pays, l'opposition entre les contraintes intérieures et extérieures ou l'absence de politique de taux d'intérêt aboutissent au résultat final que le niveau international des taux à court terme est totalement indéterminé et qu'on assiste par exemple à une hausse des taux américains, alors que le cours du dollar monte et vice versa.

L'évolution des taux d'intérêt et du cours du dollar expliquent pour l'essentiel les tensions qui se sont manifestées au sein du SME. Il est donc assez normal que le deutsche mark, deuxième monnaie de réserve du monde, subisse le contrecoup plus que les autres monnaies européennes. Toutefois, l'ampleur des tensions fait penser que d'autres facteurs comme l'état de la balance des paiements jouent.

2. La balance des paiements des l'Allemagne et de la France et la position compétitive de ces deux pays (cf. Tableaux et graphiques distribués en séance)

La comparaison fait apparaître pour les neuf premiers mois de 1980 une différence importante dans le déficit de la balance des transactions courantes, le chiffre allemand étant plus du double du chiffre français. Depuis le printemps, le développement de la demande intérieure, auparavant plus rapide en Allemagne qu'en France, n'est plus une explication pour cette différence; l'explication ne peut pas davantage être donnée par l'évolution de la position compétitive des deux pays, qui a subi une détérioration comparable. Les raisons qui restent à trouver pourraient se situer peut-être dans les structures d'importation et d'exportation.

La plus grande différence entre l'Allemagne et la France apparaît dans le compte capital. En effet, dans le premier pays, ce compte n'a pas contribué au financement du déficit courant qui a été couvert entièrement et même au-delà par les autorités monétaires. En France, à l'inverse, les réserves officielles ont augmenté sensiblement par suite essentiellement des opérations des banques avec l'étranger et des opérations en capital à court terme. Le cas du Japon est comparable à celui de la France en ce sens que le déficit courant très important a été financé entièrement et même au-delà par des entrées de capitaux.

On a finalement l'impression que le différentiel de taux d'intérêt n'est pas la seule ou la principale raison de l'absence d'un financement spontané du déficit courant de l'Allemagne et que d'autres facteurs, peut-être d'ordre politique, jouent.

Le Président remercie M. Lamfalussy pour son exposé et invite M. Pöhl à présenter ses vues.

M. Pöhl fait la déclaration résumée ci-après.

L'analyse de M. Lamfalussy est pertinente et proche des idées de la Bundesbank. La faiblesse relative du deutsche mark pose des questions malaisées à répondre sur les raisons et la durée possible de cette situation. Le gros déficit courant, 15 à 16 milliards de dollars en 1980, est évidemment une des raisons principales; il est dû non seulement au renchérissement des produits pétroliers mais aussi aux effets de l'évolution du cours de change et des importations, lors des périodes antérieures d'excédent (dont la part dans les produits finis de l'industrie de transformation est passée de 15% en 1980 à plus de 22% en 1979).

La faiblesse relative du deutsche mark est également imputable à la fermeté du dollar, qui a résulté essentiellement de la hausse des taux d'intérêt américains. De nos jours, en effet, une fermeté du dollar signifie presque obligatoirement une faiblesse du deutsche mark qui entraîne alors le SME vers le bas comme il l'avait entraîné vers le haut auparavant lorsque le DM était fort. La relation du dollar avec le deutsche mark qui est beaucoup plus marquée qu'avec les autres monnaies communautaires explique la situation et les tensions actuelles dans le SME.

La fixité relative des parités fait que les opérateurs peuvent exploiter pratiquement sans risque de change, le différentiel de taux d'intérêt. Ainsi, avec des taux d'intérêt bas et sans risque de change, l'endettement en DM est très recherché et de nombreux Etats et entreprises privées de l'étranger y ont recouru au point que les exportations de capitaux ont été aussi fortes que les entrées. Les autorités n'ont pas d'instruments pour influencer ou changer cette situation mais elles n'ont aucune intention d'envisager un contrôle des exportations de capitaux, qui aurait d'ailleurs un effet contraire à celui visé.

L'actualité politique, notamment les événements de Pologne, constitue également un facteur qui a joué dans le sens de la faiblesse mais dont l'importance est difficilement chiffrable.

Les tensions dans le SME risquent fort de continuer tant que les taux d'intérêt resteront élevés aux Etats-Unis et que le dollar sera relativement ferme. La relation \$/DM ne peut pas être infléchie à coup d'interventions massives; celles-ci ont d'ailleurs surtout été effectuées par la "Fédérale", qui s'est constituée un "matelas" pour faire face à son endettement. De toute manière, la Deutsche Bundesbank qui a déjà mis en jeu un quart de ses réserves depuis le début de 1980 est prudente en matière d'interventions car l'expérience montre qu'elles ont plutôt tendance à susciter des mouvements de capitaux qu'à les refréner.

Au sein du SME, il serait souhaitable que les pays partenaires puissent ramener quelque peu les taux d'intérêt vers le bas (compte tenu naturellement des contraintes de l'économie interne) et réduire ainsi l'écart. Si les mesures prises dans ce sens en France sont bien accueillies, les motifs invoqués le sont moins.

En Allemagne, si la baisse des taux d'intérêt à court terme a dû être interrompue depuis septembre en raison de la situation sur le marché des changes, il serait mal venu dans le climat conjoncturel actuel de relever les taux directeurs et la Bundesbank pourrait alors être critiquée, à juste titre, de ne pratiquer qu'une politique de change.

Les taux d'intérêt à long terme ont augmenté passant de 7 3/4 à 9%, par suite des ventes importantes de titres d'Etat par des détenteurs étrangers et nationaux et la banque centrale a tâché de freiner ce mouvement en intervenant sur le marché financier.

Au total, les écarts de taux d'intérêt à court et à long terme au sein du SME se sont amenuisés au cours des dernières semaines.

Pour l'avenir, les facteurs fondamentaux jouent en faveur du deutsche mark et les données économiques lui sont favorables : la conjoncture se ralentit, les importations se modèrent, l'inflation se réduit, les négociations salariales sont modérées, la croissance monétaire est faible et se situe légèrement en deçà de la "fourchette" fixée. L'élément le plus décisif semble être toutefois l'amélioration appréciable de la capacité de concurrence de l'économie allemande qui a dû se produire en 1980 (les statistiques ne la montrent pas encore); cette amélioration aura des effets tôt ou tard et pourra même poser des problèmes ultérieurement pour le SME.

En conclusion, le deutsche mark n'est pas structurellement faible et on peut compter à l'avenir sur une réduction sensible du déficit courant à condition que les termes de l'échange ne se détériorent pas trop et qu'il n'y ait pas un nouveau relèvement massif des prix du pétrole.

Le Président note que M. Pöhl a marqué la différence entre les perspectives à court terme et celles à plus long terme de la balance des paiements allemande et du deutsche mark et qu'il a évoqué les actions que les membres du SME pourraient entreprendre pour réduire les tensions au sein du système. Il ajoute que les prévisions d'un taux de croissance réel négatif pour l'économie allemande en 1981 ne justifie évidemment pas un resserrement de la politique monétaire.

M. Zijlstra présente quelques remarques sur les écarts de taux d'intérêt au sein du SME. Aux Pays-Bas, les possibilités d'abaisser les taux d'intérêt sont pratiquement épuisées et au déficit courant substantiel s'ajoute un déficit important des opérations en capital à long terme. L'ensemble est financé exclusivement par des importations de capitaux à court terme à travers le système bancaire et de ce fait il n'y a pas eu jusqu'à présent de pertes de réserves. Une telle situation ne peut durer indéfiniment, peut-être un an ou deux ans, mais elle oblige pour l'instant à être prudent en matière de niveau de taux d'intérêt aux Pays-Bas car ce niveau permet actuellement de financer le déficit de la balance de base. D'ailleurs les taux d'intérêt allemands et néerlandais sont pratiquement au même niveau pour le court terme et l'écart s'est réduit rapidement et sensiblement pour le long terme.

M. Zijlstra conclut en estimant qu'étant donné la situation économique actuelle, le monde se porterait certainement mieux si les taux d'intérêt étaient plus bas, et en observant que la politique monétaire américaine ou l'absence de celle-ci n'est pas propice à cet égard.

M. Ciampi fournit quelques indications sur la situation italienne. Pour des raisons internes - le Parlement n'ayant pas adopté les mesures de redressement et la chute du gouvernement faisant craindre une spéculation contre la lire - les taux d'intérêt ont dû être relevés fin septembre. Le taux de réescompte a été relevé de un point et demi, passant à 16,5%, le taux réel est en fait d'environ 19% compte tenu des pénalisations appliquées aux banques. Ces mesures ont été prises à titre préventif et ont eu les effets escomptés tant sur le marché monétaire que sur le marché des changes. Les taux d'intérêt ont augmenté, ceux du marché monétaire sont passés de 19 à 21%, le "prime rate" a atteint 23% ce qui signifie un taux réel positif élevé, les taux des Bons du Trésor ont augmenté de 1%.

La situation de la balance des paiements est caractérisée par un important déficit, notamment pour les opérations commerciales (-16 milliards

de dollars pour les neuf premiers mois de 1980), qui grâce à l'excédent des services devrait ramener pour l'ensemble de 1980 le déficit courant entre 6 et 7 milliards de dollars.

En ce qui concerne l'inflation, le ralentissement de la hausse des prix de gros ne s'est pas encore répercuté entièrement dans les prix à la consommation; la hausse de ceux-ci s'est même accélérée en septembre et octobre.

La formation d'un nouveau gouvernement a permis de réintroduire des mesures qui si elles donnent des effets suffisants pourraient permettre d'assouplir quelque peu la politique monétaire. Celle-ci a déjà eu des résultats, illustrés par le ralentissement sensible de la croissance monétaire en 1980, en termes de M1 et encore plus de M3.

M. de Strycker présente deux observations inspirées par les exposés de ses collègues.

En premier lieu, on constate que durant une période assez longue les taux de change ont été largement influencés par les taux d'intérêt alors que par le passé ils ont été à maintes reprises davantage déterminés par des attentes de changements de parités ou de politique de change ou par des spéculations. La situation actuelle est de ce point de vue assez satisfaisante et a renforcé quelque peu les possibilités d'action des autorités monétaires. Toutefois, l'attitude des Etats-Unis avec son absence d'une politique claire de taux d'intérêt - ceux-ci évoluant d'après d'autres éléments que ceux normalement retenus par les banques centrales - gêne considérablement les pays européens et en particulier l'Allemagne.

En second lieu, on constate une fois de plus qu'il est très malaisé d'avoir au sein du SME une plus grande stabilité des taux de change lorsqu'il y a instabilité des cours d'autres monnaies, particulièrement le dollar. On peut se demander où en est la politique de taux d'intérêt et de taux de change qui avait été annoncée solennellement par les Etats-Unis en novembre 1978. En effet, ce pays n'a pas de politique de taux d'intérêt et de ce fait se désintéresse du taux de change dont la stabilité ne peut pas être assurée par des interventions. Il serait donc certainement utile que la Communauté reprenne le dialogue avec les Etats-Unis, avec peut-être plus de vigueur et au début de 1981 lorsque les circonstances s'y prêteront mieux, pour leur rappeler que l'Europe est très intéressée par une plus grande stabilité générale des taux de change pour laquelle la collaboration des Etats-Unis est nécessaire.



M. Pöhl se réfère à la remarque de M. Zijlstra sur le souhait d'un niveau des taux d'intérêt plus bas. Une baisse durable des taux ne peut être envisagée que si l'inflation est vaincue. Le maintien de taux élevés devrait produire des effets, progressivement, cela est le cas au Royaume-Uni, mais pas dans d'autres pays comme les Etats-Unis et la France. On peut se demander si l'on ne devra pas s'habituer pour longtemps encore à des taux élevés, allant de pair avec des taux d'inflation également élevés.

M. Richardson fait observer que la méthode d'action monétaire que les Etats-Unis ont appliquée depuis octobre 1979 a été dictée par le fait qu'il leur était politiquement très difficile d'atteindre, avec l'ancienne méthode de taux d'intérêt administrés, le niveau élevé jugé nécessaire. En changeant de méthode - accent mis sur les quantités plutôt que sur les taux - ceux-ci ont pu atteindre un niveau mieux en rapport avec les exigences de la lutte contre l'inflation. En revanche, il est difficile ensuite de faire marche arrière et de revenir à un système discrétionnaire si l'on veut par exemple faire baisser les taux. Les fortes et fréquentes fluctuations en hausse et en baisse des taux d'intérêt ne sont certainement pas propices au succès de la lutte contre l'inflation mais quand cette dernière atteint des taux élevés il est très difficile de porter et de maintenir les taux d'intérêt nominaux au niveau élevé nécessaire au moyen d'un système de taux administrés. Là est l'origine du changement de méthode aux Etats-Unis.

M. de la Genière commente la remarque de M. Pöhl sur le fait qu'on devrait s'habituer à des taux d'inflation élevés dans le monde et par conséquent à des taux d'intérêt élevés. Il estime qu'on ne doit pas se résigner à cela. Si l'on ne peut probablement plus viser des taux d'inflation inférieurs à 5%, comme dans les années 60, lorsque ces taux dépassent les deux chiffres, ils deviennent extrêmement difficiles à maîtriser et à faire régresser. Il faut donc absolument avoir comme premier objectif de ramener les taux d'inflation en deçà de 10%. Quelles que soient les différentes composantes du problème de l'emploi, on ne résoudra pas ce problème tant que l'objectif en matière d'inflation n'aura pas été atteint.

M. Lamfalussy fait les deux remarques suivantes:

En premier lieu, il précise qu'il n'a pas voulu donner l'impression que le déficit courant de l'Allemagne couvre des facteurs structurels irréversibles. En fait, la réaction de la Bundesbank telle qu'elle a été présentée par M. Pöhl est judicieuse et appropriée car il y a de grandes chances qu'avec un peu de patience la situation extérieure de l'Allemagne s'améliorera.

En second lieu, il tient à appuyer les propos de M. de Strycker sur la nécessité pour les banques centrales pendant les périodes de forte inflation et d'instabilité, de se concerter sur les techniques de contrôle monétaire qu'elles mettent en oeuvre. En effet, malgré tous les contacts et réunions internationaux, les divergences dans ces méthodes et dans leur emploi sont considérables et certains changements aux conséquences importantes comme ceux des Etats-Unis, d'octobre 1979, ont été introduits sans consultations.

M. de la Genière observe que, dans les facteurs soutenant l'inflation et les déséquilibres des balances des paiements, il y a aussi le fait que, pour des raisons politiques, les politiques monétaires ont été très sollicitées presque exclusivement pendant de nombreux mois dans la tentative de rétablir les équilibres, alors que les finances publiques l'ont été beaucoup moins. Même s'il est difficile de mener des politiques de finances publiques strictes, il y a là un point capital qui ne doit pas être oublié par les Gouverneurs dans les conseils ou recommandations qu'ils peuvent exprimer.

M. Zolotas indique qu'il a écouté avec beaucoup d'intérêt la discussion des Gouverneurs, en particulier les remarques relatives au rôle du dollar sur le plan mondial et au rôle similaire que le deutsche mark joue au sein du SME et qui justifie une attention particulière.

Le Président clôt le débat en constatant qu'il a été très fécond et a porté aussi bien sur l'inflation, les balances des paiements et les taux d'intérêt. Il attire l'attention des Gouverneurs sur le fait qu'à la séance de décembre, le Comité continuera et approfondira la discussion d'aujourd'hui sur les questions monétaires et les politiques d'intervention en fonction du Rapport No 17 du "groupe Bastiaanse".

### III. Examen du rapport établi par le Comité des Suppléants sur la proro- gation du système monétaire européen sous sa forme actuelle au-delà du mois de mars 1981

Le Président invite M. Mikkelsen à exposer le résultat des discussions des Suppléants sur ce rapport.

M. Mikkelsen rappelle au Comité que les Suppléants ont présenté en septembre un programme de travail sur certaines questions relatives au SME. Ce programme qui a été adopté par les Gouverneurs contenait deux parties. La première traite des questions à résoudre pour que le SME puisse continuer à fonctionner sous sa forme actuelle au-delà de mars 1981,

date à laquelle devrait prendre fin le mécanisme de swaps renouvelables de création d'Ecus contre apports d'or et de dollars au FECOM. Depuis lors, les Suppléants ont examiné ces questions et ont consigné le résultat de leur examen dans le rapport dont les Gouverneurs sont saisis. Hier, lundi, les Suppléants sont convenus de deux petits amendements aux Annexes 1 et 2.A du rapport (version anglaise); ces amendements apparaissent dans le corrigendum qui a été distribué.

Dans leur rapport, les Suppléants suggèrent:

- que les Gouverneurs notent aujourd'hui leur accord de principe pour proroger le mécanisme de swaps sous sa forme actuelle pour une période de deux ans à partir de mars 1981; le Président du Conseil des Ministres des Finances des pays de la CEE serait alors informé de cet accord de principe par une lettre du Comité dont un projet constitue l'annexe 1 du rapport,

- que les Gouverneurs, lors de leur séance du 9 décembre 1980, c'est-à-dire après la session du Conseil européen de Luxembourg du 1er décembre, adoptent formellement la décision de proroger le mécanisme de swaps pour une nouvelle période de deux ans, soit jusqu'au 13 mars 1983; les procès-verbaux des séances du 9 décembre 1980 du Comité des Gouverneurs et du Conseil d'administration du FECOM pourraient consigner cette décision sous la forme d'inscriptions dont les projets constituent les Annexes 2.A et 2.B du rapport des Suppléants.

La seconde partie du programme de travail des Suppléants, adoptée par les Gouverneurs, traite de quelques questions sélectionnées relatives à la phase institutionnelle du SME. Les Suppléants ont déjà commencé leurs discussions sur certains des problèmes considérés comme importants dans la transition vers la phase institutionnelle; il s'agit des implications tant du développement de l'Ecu en un avoir de réserve et en un instrument de règlement que des modalités des apports de réserve au Fonds monétaire européen. Les Suppléants espèrent être en mesure de présenter aux Gouverneurs un rapport sur ces questions dans quelques mois.

Le Président constate l'accord du Comité sur le rapport et sur la lettre destinée au Président du Conseil des Ministres des Finances des pays de la CEE (Annexe 1 du rapport). La lettre sera donc transmise dès aujourd'hui. Il constate, en outre, l'accord de principe du Comité sur le texte des inscriptions aux procès-verbaux des séances du 9 décembre 1980 (Annexes 2.A et 2.B du rapport des Suppléants).

#### IV. Renouvellement des accords de swap conclus entre la Banque de Réserve Fédérale de New York et les banques centrales de la CEE

Sur invitation du Président, M. Mikkelsen rend compte de la discussion des Suppléants sur cette question. Les Suppléants ont été informés hier que la Banque de Réserve Fédérale de New York a pris contact avec certaines banques centrales de la CEE pour proposer des amendements à leurs accords de swap bilatéraux. Ces amendements qui pourraient avoir pour effet d'uniformiser tous les accords de swap avec les banques centrales de la CEE impliqueraient ce qui suit:

- en premier lieu, le traitement asymétrique du risque de change qui a été jusqu'à présent un élément de certains accords serait supprimé,
- en second lieu, le taux d'intérêt appliqué serait celui en vigueur dans le pays dont la monnaie est utilisée.

Les banques centrales concernées n'ont pas encore eu le temps d'étudier les propositions de la "Fédérale"; en conséquence, le Comité des Suppléants est convenu de reprendre la question en décembre en vue de coordonner les réponses des banques centrales de la CEE à la "Fédérale". Dans cette perspective, la Bank of England dont l'accord de swap échoit le 3 décembre a indiqué qu'elle pourrait faire, à cette date, un renouvellement temporaire afin d'harmoniser son échéance avec celles, vers la fin décembre, des autres banques centrales.

Le Président constate l'accord du Comité sur la procédure proposée par M. Mikkelsen au nom des Suppléants.

#### V. Analyse de la série mensuelle de statistiques

La série mensuelle de statistiques a déjà été utilisée lors du débat sur le point II de l'ordre du jour.

#### VI. Autres questions relevant de la compétence du Comité

Il n'y a pas d'autres questions.

#### VII. Date et lieu de la prochaine séance

La prochaine séance aura lieu à Bâle le mardi 9 décembre 1980 à 10 heures.

Avant de clore la séance, le Président attire l'attention du Comité sur le fait que c'est la dernière fois que les Gouverneurs ont le privilège d'avoir M. Théron parmi eux. M. Théron a été associé aux travaux du Comité

depuis sa création en 1964 et a contribué à l'élaboration de documents de base qui ont été utilisés depuis lors par le Comité. M. Théron a été tout particulièrement, pendant plusieurs années, à partir de l'automne 1970, Président du groupe d'experts appelé "Comité Théron". Selon les propos de Lord O'Brien, M. Théron a dû examiner et résoudre les nombreux problèmes que les Gouverneurs ne pouvaient pas trancher. Le Comité est profondément reconnaissant pour le travail que M. Théron a accompli dans ce groupe mais aussi en tant que Suppléant du Gouverneur de la Banque de France et Président du Comité des Suppléants en 1979, durant une période où ont été traités d'importants problèmes tels que le réexamen du SME, le réaligement des taux centraux et la politique commune à l'égard du dollar.

Au nom du Comité, le Président adresse à M. Théron les meilleurs voeux pour son avenir; il lui exprime l'appréciation pour sa contribution au travail du Comité et les regrets de le voir quitter cette enceinte.

Comité des Gouverneurs  
des banques centrales des Etats membres  
de la Communauté économique européenne

---

11 novembre 1980

Confidentiel

Traduction

RAPPORT SUCCINCT SUR  
L'EVOLUTION DES MARCHES DES CHANGES DES PAYS  
DONT LES BANQUES CENTRALES PARTICIPENT A LA CONCERTATION

---

SEPTEMBRE ET OCTOBRE 1980

---

Le présent rapport résume l'évolution des marchés des changes sur les places des banques centrales participant à la concertation\* et les interventions de celles-ci durant les mois de septembre, d'octobre 1980 et durant les premiers jours de novembre.

I. EVOLUTION DES COURS DE CHANGE

La période de calme relatif observée sur les marchés des changes de mai à août a pris fin au cours de la période sous revue avec le raffermissement du dollar EU contre la plupart des monnaies participant à la concertation. Seuls la livre sterling et le yen - qui ont fait tous deux l'objet d'une forte demande à des fins de placements - ont résisté à la progression du dollar.

Les principaux facteurs de cette évolution ont été l'élargissement des écarts de taux d'intérêt entre l'Europe et les Etats-Unis, en faveur de ce dernier pays, les modifications des balances des paiements provoquées par les relèvements sensibles des prix du pétrole intervenus précédemment et les implications, pour les approvisionnements en pétrole, du déclenchement des hostilités entre l'Iraq et l'Iran.

---

\* Banques centrales de la CEE, de Norvège, de Suède, de Suisse, du Japon, du Canada et des Etats-Unis.

Dans ces conditions, on a assisté à d'amples mouvements journaliers des cours de change et à des interventions parfois substantielles tant vis à vis du dollar qu'au sein du SME.

Au début du mois de septembre, le dollar EU avait néanmoins fait preuve d'une tendance moins ferme. La publication d'une hausse record de 4,7% (chiffre révisé ultérieurement à 3,7%) de l'indice des indicateurs avancés pour le mois de juillet et d'autres indicateurs économiques a cependant incité à penser que la récession avait déjà touché le creux de la vague, que la demande de prêts allait augmenter et l'inflation se maintenir à un niveau assez élevé et qu'on assisterait à une nouvelle augmentation des taux d'intérêt. Le déclenchement des hostilités au Moyen-Orient, la réduction de certains taux d'intérêt en Europe, la nouvelle expansion de la masse monétaire qui a entraîné un relèvement de 10 à 11% du taux d'escompte fédéral, le 26 septembre, les nouvelles hausses d'autres taux d'intérêt américains et la progression inattendue du PNB au troisième trimestre, après sa baisse sensible enregistrée au trimestre précédent, ont été autant de facteurs de soutien du dollar qui dépassait, fin septembre, DM 1,80 et FS 1,65.

Le fléchissement des agrégats monétaires, fin septembre (le premier depuis la mi-août), conduisit à un arrêt temporaire du mouvement de hausse des taux d'intérêt et du dollar; le cours de ce dernier se maintint alors autour de DM 1,80 jusqu'à la mi-octobre. Les taux d'intérêt reprirent alors leur ascension devant la nouvelle augmentation des agrégats monétaires, la hausse de 1% de l'indice des prix à la consommation en septembre et la forte expansion des prêts aux entreprises: fin octobre, les taux de base s'inscrivaient à 14 1/2% et le taux de l'euro-dollar à trois mois à plus de 15%. Le 31 octobre, le dollar, qui cotait plus de DM 1,90, avait progressé de quelque 6% au cours de la période sous revue par rapport à la monnaie allemande et de 4 1/2% par rapport à l'Ecu. En taux effectifs, l'augmentation n'a cependant été que de 2%, du fait en grande partie de la vigueur de la livre sterling et du yen.

Le Système monétaire européen a traversé sa première période de tension depuis Pâques, en raison de la vive hausse du dollar par rapport aux monnaies participant au mécanisme de change. De 1 1/2% environ début septembre, l'écart entre les monnaies la plus faible et la plus

forte respectant la marge de 2 1/4% s'est élargi vers la fin d'octobre jusqu'au maximum autorisé. A ce moment-là, les monnaies les plus faibles, à savoir le deutsche mark et le franc belge, se trouvaient à leurs limites d'intervention bilatérales contre franc français et florin, les deux monnaies les plus fortes. Le deutsche mark et le franc français ont enregistré les divergences les plus marquées, leurs indicateurs atteignant, dans des sens opposés, 70 et 69 respectivement. La couronne danoise et la livre irlandaise se sont généralement situées entre 1% et 1 1/2% au-dessus du mark dans la seconde moitié de la période; la lire italienne, utilisant sa marge de 6%, s'est généralement tenue entre 3 1/2 et 3 3/4% au-dessous de la monnaie la plus forte.

Au sein du SME, le deutsche mark a subi de plein fouet les effets de l'afflux de fonds vers le dollar et la livre sterling. Le taux des avances sur titres a été ramené de 9 1/2 % à 9% à la mi-septembre, et un soutien supplémentaire a été mis à la disposition du système bancaire à la mi-octobre avec le relèvement de DM 3 milliards des contingents de réescompte des banques allemandes. Cette action, qui est intervenue à un moment où les taux d'intérêt américains s'orientaient à la hausse a coïncidé avec le premier déficit commercial allemand depuis 1965 et la réapparition de craintes au sujet de l'approvisionnement en pétrole. Les ventes de marks ont atteint des proportions considérables, et la monnaie allemande est tombée à son cours d'intervention bilatéral par rapport au franc français et au florin.

A l'autre extrémité, le franc français a entamé la période sous revue derrière le florin. En dépit d'une certaine détente, les taux d'intérêt à Paris sont demeurés relativement élevés et le franc a bénéficié d'afflux de capitaux extérieurs. A la mi-octobre, il reprit au florin la première place, que les deux monnaies ont ensuite occupée de concert; pendant la dernière semaine d'octobre, il se situait à 2 1/4% au-dessus du deutsche mark, ce qui a provoqué des interventions assez importantes aux cours limites.

Le florin néerlandais a été la monnaie la plus forte au sein du SME jusqu'à la mi-octobre. Sa vigueur a permis d'abaisser de 1/2% le taux d'escompte ainsi que le taux des avances sur titres, juste après la réduction en Allemagne du taux des avances sur titres à la mi-septembre,



puis de réduire une nouvelle fois le taux d'escompte de 1/2%, le 20 octobre, pour le ramener à 8%. Le florin s'est cependant apprécié par la suite et est venu partager avec le franc français la première place à la fin d'octobre, à 2 1/4% au-dessus du deutsche mark et du franc belge, tandis que son indicateur de divergence dépassait 60.

Le couronne danoise a suivi une évolution moyenne au sein du SME au cours de la période sous revue, à mi-chemin entre les monnaies les plus fortes et les monnaies les plus faibles. Comme le déficit commercial s'était réduit mais que le chômage augmentait, les autorités ont saisi l'occasion d'abaisser le taux d'escompte de 13% à 12%, à la mi-septembre, suivant en cela les autorités allemandes, puis à 11% à la mi-octobre.

La livre irlandaise est demeurée dans une position confortable au-dessus du milieu de la bande étroite à peu près jusqu'à la mi-octobre; elle a enregistré par la suite une tendance légèrement plus faible tout en restant cependant proche du milieu du système. Au cours de la période de deux mois considérée, la décote de la livre irlandaise par rapport au sterling s'est élargie de 13 à 19%.

En septembre, le franc belge a été, alternativement avec le deutsche mark, la monnaie la plus faible au sein de la bande étroite, les deux monnaies se maintenant cependant bien à l'intérieur des limites; après une brève période de redressement, le franc belge a rejoint le deutsche mark à la limite inférieure durant les derniers jours d'octobre. Dans ces conditions, aucune réduction des taux d'intérêt de la Banque Nationale n'a été possible.

La chute du gouvernement italien, fin septembre, a momentanément affaibli la lire qui a fléchi à plus de 3 3/4% par rapport à la monnaie la plus forte (tout en demeurant à l'intérieur de sa marge de 6%): les tensions se sont cependant apaisées sous l'effet de ventes de dollars EU, d'un relèvement de 15% à 16 1/2% du taux d'escompte (les taux débiteurs de base des banques atteignant jusqu'à 21%) et d'un renforcement du contrôle des changes.

La livre sterling s'est montrée très ferme tout au long de la période, aidée en cela par plusieurs facteurs: la persistance de taux d'intérêt élevés au Royaume-Uni, l'augmentation de l'excédent commercial,

l'évolution relativement favorable des prix et des salaires, les implications du conflit au Moyen-Orient et l'abaissement de certains taux d'intérêt européens. Au cours de la période sous revue, la livre sterling a dépassé des niveaux jamais enregistrés depuis au moins trois ans (\$2,45, DM 4,66, FS 4,16 et FF 10,75), voire depuis sept ans en ce qui concerne le dollar.

Le franc suisse, bien qu'en repli par rapport au dollar EU et à la livre sterling, s'est renforcé de FS 0,92 à FS 0,90 contre le deutsche mark durant la période considérée. Malgré l'élargissement en août du déficit commercial, la hausse des prix à la consommation s'est encore réduite.

La couronne norvégienne, bénéficiant d'un excédent en compte courant d'origine pétrolière, et du fait du poids élevé du dollar et de la livre sterling dans son panier, se serait davantage appréciée par rapport à la plupart des monnaies européennes s'il n'y avait eu des interventions substantielles.

La couronne suédoise, en revanche, a nécessité un soutien tout au long du mois de septembre, mais les pressions se sont atténuées à partir du milieu de ce mois.

Le dollar canadien s'est également affaibli par rapport au dollar EU durant la période considérée, du fait que les taux d'intérêt ont moins augmenté qu'à New York; ce mouvement de baisse a toutefois été atténué par l'importance des propres ressources en pétrole du Canada et par l'évolution favorable de la balance commerciale.

Le yen japonais a constitué l'autre exception à l'affaiblissement général des monnaies par rapport au dollar. Pendant la période sous revue, il s'est renforcé de près de 5%, grâce à l'amélioration sensible de la balance des opérations courantes du Japon et à l'afflux vers Tokyo de capitaux d'origine étrangère, notamment du Moyen-Orient.

## II. INTERVENTIONS EN DOLLARS EU

Les interventions en dollars EU ont été substantielles au cours de la période considérée, notamment en octobre. Les ventes brutes effectuées au cours de ces deux mois ont atteint au total \$5,7 milliards et les achats bruts \$5,4 milliards, soit \$0,3 milliard de ventes nettes. Les principaux vendeurs ont été la Bundesbank et la Federal Reserve Bank of New York elle-même. Celle-ci a utilisé les deutsche marks acquis pour rembourser le total des dettes découlant de tirages antérieurs sur les facilités de swap et pour couvrir la position ouverte résultant d'émissions précédentes de "Bons Carter". La Banca d'Italia, la Sveriges Riksbank et la Banque du Canada ont été également d'importants vendeurs. Le principal acquéreur a été la Banque du Japon, d'autres achats importants ayant été effectués par la Norges Bank et la Bank of England.

## III. INTERVENTIONS EN MONNAIES EUROPEENNES

Les interventions en monnaies européennes ne se sont élevées au total qu'à l'équivalent de \$0,2 milliard en septembre; elles ont essentiellement consisté en achats de deutsche marks à l'intérieur des marges, effectués par la Banque de France et accessoirement par la Danmarks Nationalbank au cours de la dernière semaine de septembre. En octobre, cependant, le SME s'étant trouvé soumis à des tensions, les interventions ont atteint l'équivalent de \$1,8 milliard, soit le chiffre le plus important depuis septembre 1979. Un montant de DM d'une contre-valeur de \$1 milliard a été acquis par la Banque de France, dont 0,8 milliard à la marge, et un montant de \$0,6 milliard de francs français a été vendu par la Bundesbank à la marge. Les marks achetés aux cours limites ont été réglés pour 1/4 environ au comptant en Ecus et pour le solde financés à très court terme à travers le FECOM. La Nederlandsche Bank a également acheté des montants, plus modestes, de DM et de francs belges, tandis que la Banque Nationale de Belgique a vendu des florins et des francs français réglés au comptant en Ecus.

Durant la première semaine de novembre, le dollar EU a continué de monter fortement contre toutes les monnaies y compris, en fin de semaine, la livre sterling et le yen. Les taux d'intérêt aux Etats-Unis ont poursuivi leur hausse, le taux de l'euro-dollar a trois mois dépassant 17% pour la première fois depuis la mi-avril et les taux de base se sont élevés jusqu'à 15 1/2%. Le dollar a dépassé momentanément DM 1,96 et FS 1,75, en raison également de l'annonce de la victoire électorale écrasante de Reagan.

Le SME, devant la fermeté persistante du dollar, est resté sous pression, le franc français se maintenant fermement à 2 1/4% du deutsche mark et du franc belge. La lire s'est améliorée et s'est située à un peu plus de 3% en dessous du franc français.

La livre sterling a poursuivi sa hausse contre la plupart des monnaies, pour se situer aux nouveaux records enregistrés récemment par rapport aux principales monnaies européennes, avant de reculer légèrement. Cette progression est due surtout à la perspective de voir les taux d'intérêt se maintenir à un niveau élevé et aux indications concernant un excédent de la balance commerciale.

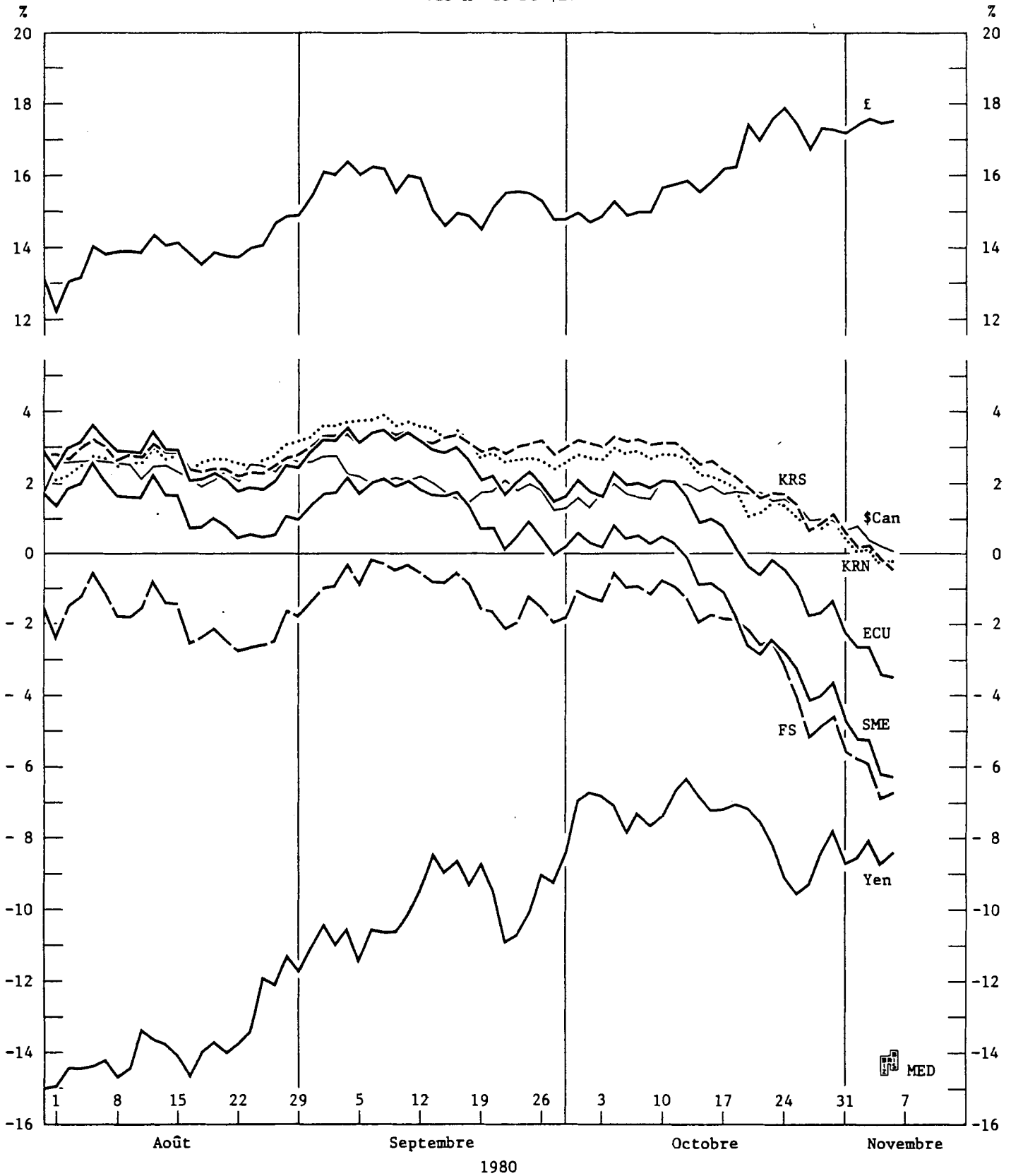
L'abaissement de 8 1/4 à 7 1/4% du taux d'escompte japonais n'a guère affecté le yen en dépit du léger repli dû à la progression du dollar.

Un montant net supplémentaire de 0,7 milliard de dollars a été vendu par voie d'interventions, principalement par la Federal Reserve Bank.

Les interventions au sein du SME pendant les premiers jours de novembre ont porté sur l'équivalent de 1,25 milliard de dollars et résultent pour près de 1,2 milliard des interventions de soutien au mark à la marge effectuées par la Bundesbank, la Banque de France et accessoirement par la Nederlandsche Bank, le solde représentant le soutien au franc belge également aux cours limites.

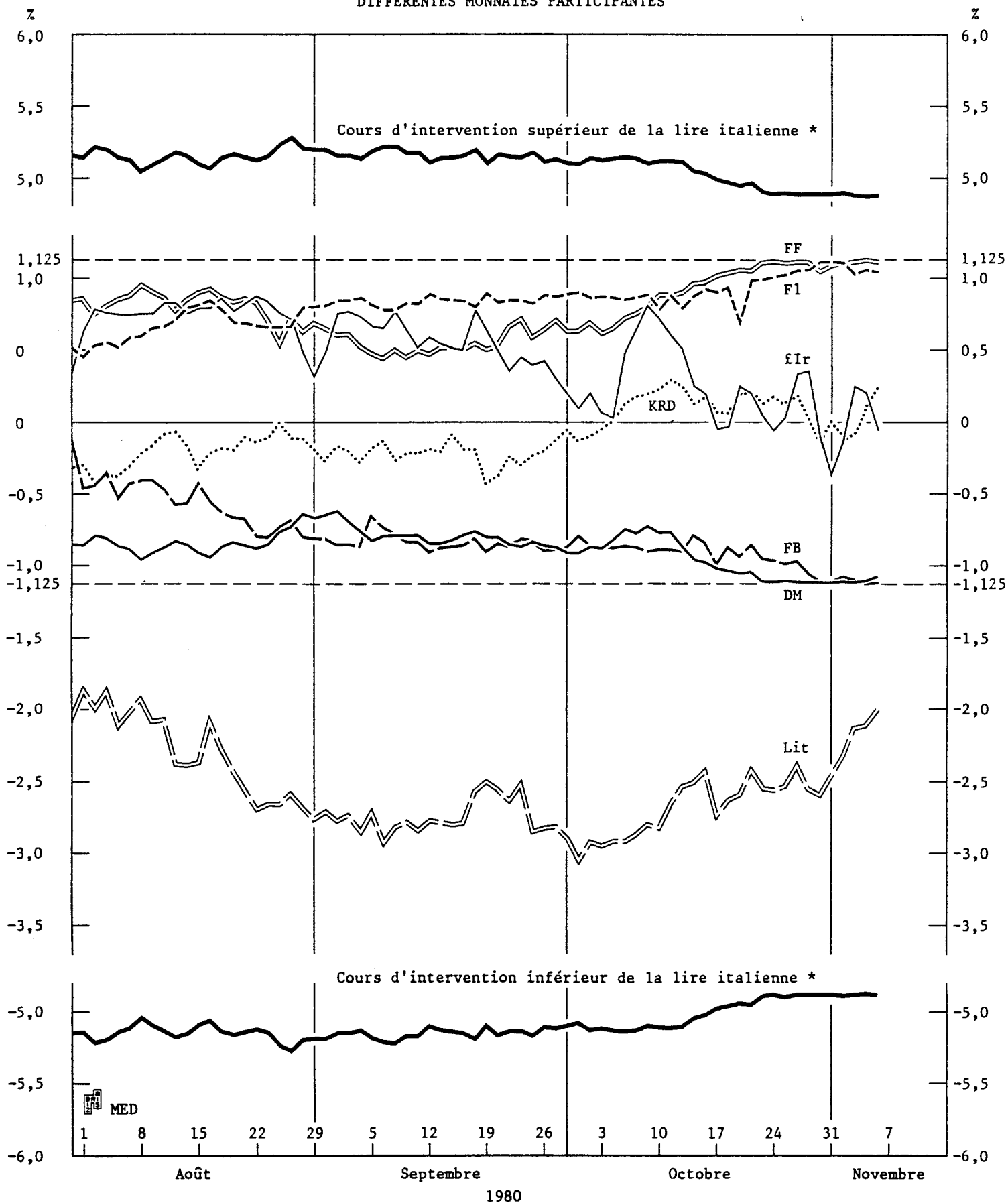
Les achats de deutsche marks ont été financés à travers le FECOM et ceux en francs belges réglés au comptant en Ecus.

EVOLUTION DE L'ECU, DU COURS MEDIAN DES MONNAIES PARTICIPANT AU SME  
 ET DES MONNAIES DES AUTRES BANQUES CENTRALES PARTICIPANT A LA  
 CONCERTATION SUR LA BASE DES COURS RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978  
 VIS-A-VIS DU \$EU \*



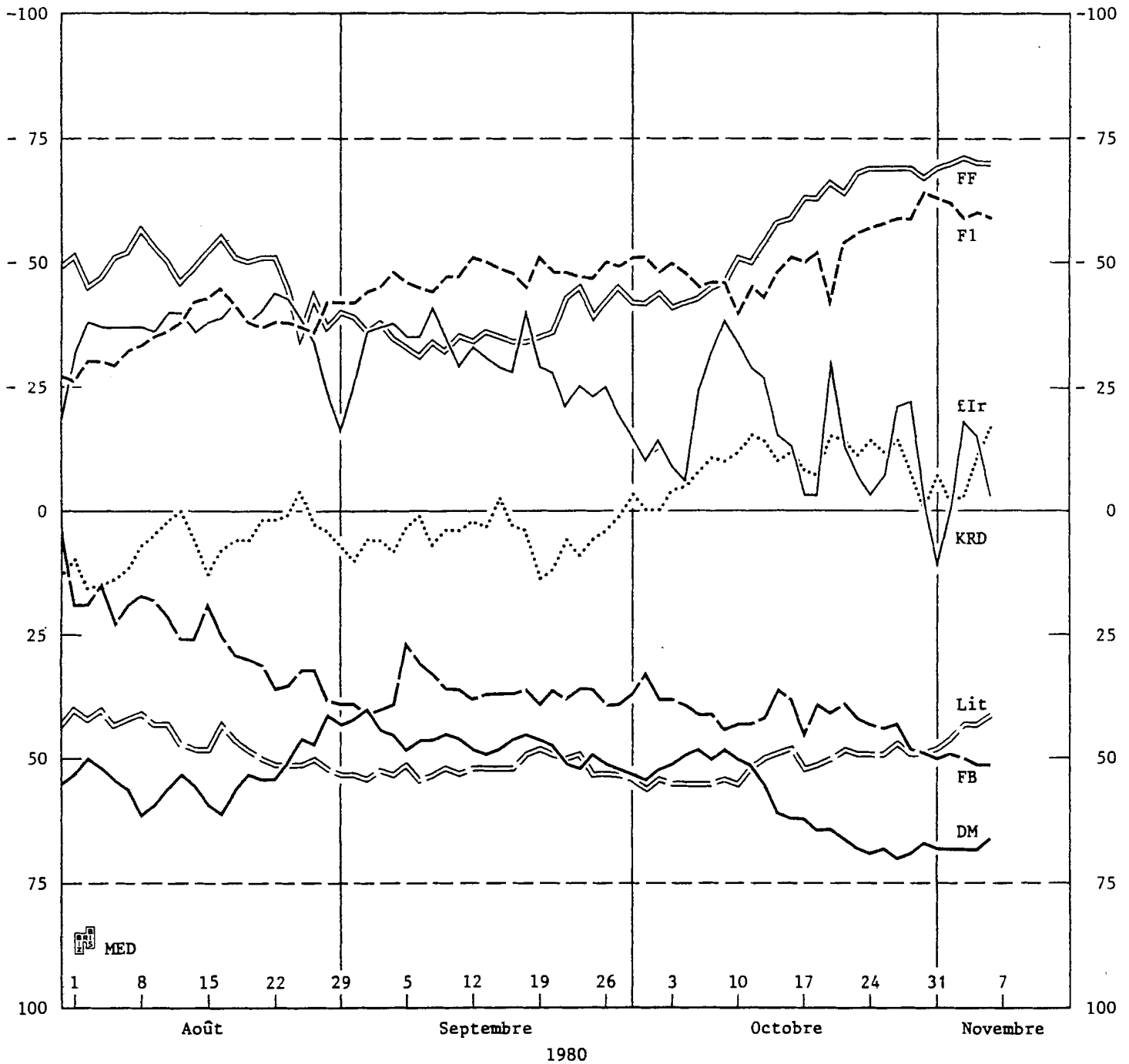
\* ECU 1,3773; £ 0,48040; \$Can 1,18652; FS 1,6215; KRS 4,2850; KRN 4,9910; Yen 193,30; cours médian des monnaies participant au SME 1,3806. Le cours médian des monnaies participant au SME représente la moyenne journalière des cours des deux monnaies à marge de fluctuation de 2,25%; exprimés en dollar EU, qui se sont éloignées le plus de leurs cours pivots bilatéraux actuels.

MOUVEMENTS A L'INTERIEUR DE LA GRILLE DE PARITES DU SME  
 CALCULES SUR LA BASE DES COURS OFFICIELS DE L'ECU DANS LES  
 DIFFERENTES MONNAIES PARTICIPANTES



\* Les cours d'interventions supérieur et inférieur de la lire italienne représentent l'écart maximal théorique par rapport à la monnaie la plus faible respectivement la plus forte dans la bande de fluctuation étroite de  $\pm 2,25\%$ .

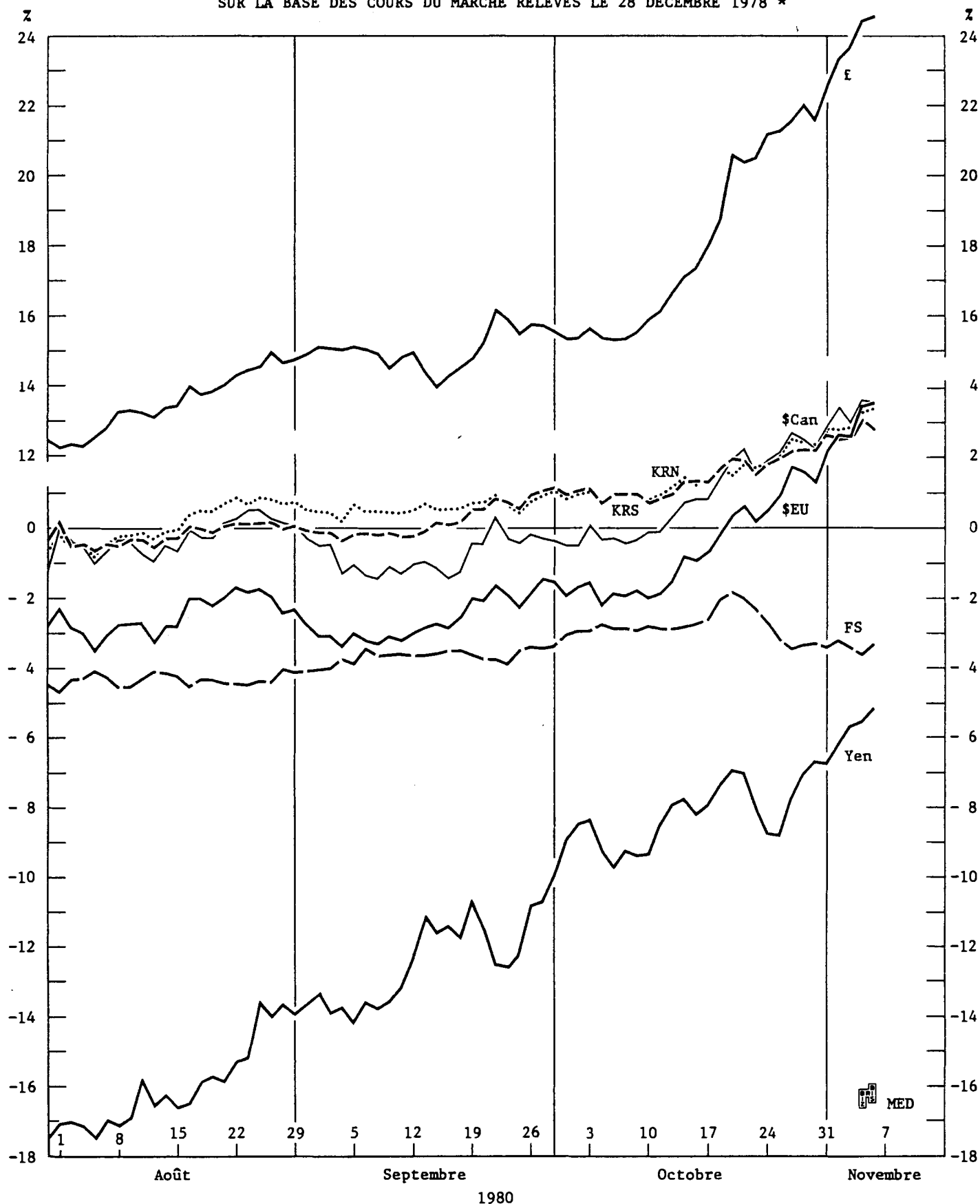
## EVOLUTION DE L'INDICATEUR DE DIVERGENCE \*



\* L'indicateur de divergence a pour but de mesurer, sur une base comparable pour toutes les monnaies participant au mécanisme de change européen, la position d'une monnaie vis-à-vis de son cours-pivot ECU. L'écart maximal de divergence est le pourcentage maximal par lequel le cours de marché de l'ECU dans chaque monnaie peut s'apprécier ou se déprécier par rapport à son cours-pivot ECU; il est exprimé par  $\pm 100$ , le seuil de divergence étant  $\pm 75$ . Les données qui ont servi de base à l'établissement de ce graphique sont les cours de l'ECU exprimés en termes de diverses monnaies, cours qui sont toutefois corrigés des effets des fluctuations de la lire italienne et de la livre sterling au-delà de la marge de 2,25% vis-à-vis des autres monnaies participant au SME.

6 novembre 1980

EVOLUTION DE LA LIVRE STERLING ET DES MONNAIES TIERCES DES BANQUES  
CENTRALES PARTICIPANT A LA CONCERTATION PAR RAPPORT A L'ECU  
SUR LA BASE DES COURS DU MARCHE RELEVES LE 28 DECEMBRE 1978 \*



\* £ 0,677119; \$Can 1,63377; FS 2,23280; KRS 5,88910; KRN 6,88210; Yen 266,000; \$EU 1,37773.

6 novembre 1980